

学校编码：10384  
学号：17520091150979

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

交叉上市对中国 A 股公司的约束效应  
——基于绑定假说的实证研究

The Bonding Effects of Cross-Listing on Chinese A Share:  
An Empirical Study Based on Bonding Hypothesis

刘鑫

指导教师姓名：陈汉文教授  
专业名称：会计学  
论文提交日期：2012 年 4 月  
论文答辩时间：2012 年 月  
学位授予日期：2012 年 月

答辩委员会主席：\_\_\_\_\_  
评 阅 人：\_\_\_\_\_

2012 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版)，允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

(        )1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年    月    日解密，解密后适用上述授权。

(        )2. 不保密，适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。)

声明人(签名)：

年    月    日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘 要

随着经济全球化的不断加深，国界的概念对公司越来越模糊，大量的公司选择了交叉上市的方式进行融资。对于交叉上市的动机，学术界提出了各种不同的理论观点，包括市场分割假说、流动性假说、投资者基数假说和透明度假说等。其中，绑定假说认为，公司可以通过在准则、监管或者披露更为严格的交易所交叉上市，来达到提升公司治理水平的目的。通过“租借”更为严格的法律或者监管系统，这些公司可以降低原所在国因投资者保护水平低下而产生的负面影响，如国家干预、大股东侵占小股东权益、管理层机会主义行为、逆向选择等。本文分别从内部控制、管理层变更、盈余管理来三个方面来分析交叉上市所产生的约束效应，以此来检测绑定假说对 A 股公司的有效性。

结果发现：1、交叉上市提高了 A 股公司的内部控制水平。并且 AH 类型的交叉上市比 AB 类型的交叉上市更能提高公司的内部控制水平。2、AH 类型的交叉上市使 A 股公司更倾向于解聘业绩差的高管人员。而 AB 类型的交叉上市并不会产生这方面的约束效应。但随着近几年中国会计准则向国际会计准则趋同等政策的影响，AH 类型的交叉上市的这种约束效应被弱化。3、交叉上市可以使 A 股公司更少地进行盈余平滑，更及时地确认大额亏损。AB 类型和 AH 类型的交叉上市在这方面的约束效应并无明显差异。总体结果表明，交叉上市对 A 股公司是有约束效应的，并且 AH 类型的交叉上市的约束效应比 AB 类型的交叉上市更大。因此，绑定假说对中国 A 股公司是有效的。

**关键词：**交叉上市 绑定假说 公司治理

厦门大学博硕士学位论文摘要库



## Abstract

As the economy globalization continuously proceeds, national boundaries are blurring into each other for more and more companies, to whom cross-listing has become a very important way of financing. There are various theories about the motivation of cross-listing, such as segmentation hypothesis, liquidity hypothesis, shareholder-base hypothesis and Visibility hypothesis. Among all, the bonding hypothesis assumes that companies can self-improve their corporate governance by cross-listing in stock exchanges with more rigorous requirements about standards, regulations or disclosure requirements. By “renting” the more rigorous mechanism about standards, regulations or disclosure requirements, these companies can mitigate the adverse effects such as expropriation of minority shareholders, management opportunism, and adverse selection, which are caused by weak investor protection from their original countries. This paper aims to draw a conclusion about the effectiveness of bonding hypothesis in the context of China by analyzing the bonding effects from three perspectives-internal control, management turnover and earnings management.

This paper’s empirical results show that: for Chinese A shares, firstly, cross-listing can improve internal control. Moreover, the internal control improvement is more obvious for companies cross-listed in Hong Kong Security Market than those in B Share Market. Secondly, Companies cross-listed in Hong Kong Security market are more likely to terminate poorly performing management, while those cross-listed in B Share Security market exhibit no such pattern. However, as the accounting standards of Mainland China converge with International Accounting Standards, this kind of bonding effect became weaker in the last few years. Finally, cross-listing can induce companies to reduce earnings smoothing and recognize large loss in time. In this perspective, there is no difference between cross-listing in Hong Kong Security market and in B Share Security market. Overall speaking, the bonding effects exist for

Chinese A shares, and the effects are more obvious for companies cross-listed in Hong Kong Security market than those in B Share market, thereby proving that bonding hypothesis applies to Chinese A shares.

**Keywords:** Cross-listing; Bonding Hypothesis; Corporate Governance

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

<b>第一章 导论</b> .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究问题和研究意义 .....	3
1.3 主要内容和研究框架 .....	4
1.4 本章小结 .....	7
<b>第二章 文献综述</b> .....	8
2.1 绑定假说的文献综述 .....	8
2.2 公司治理与内部控制的文献综述 .....	11
2.3 公司治理与管理层考核的文献综述 .....	14
2.4 公司治理与盈余管理的文献综述 .....	16
2.5 本章小结 .....	17
<b>第三章 B 股资本市场和香港资本市场的约束机制分析</b> .....	19
3.1 中国 B 股资本市场在法律与监管方面的约束机制 .....	19
3.2 香港资本市场在法律与监管方面的约束机制 .....	20
3.3 本章小结 .....	21
<b>第四章 研究设计和模型建立</b> .....	23
3.1 研究思路及研究假设 .....	23
3.1.1 假设 H1: 交叉上市与内部控制 .....	23
3.1.2 假设 H2: 交叉上市与管理层变更 .....	24
3.1.3 假设 H3: 交叉上市与盈余管理 .....	25
3.2 研究模型的建立及变量说明 .....	27
3.2.1 假设 H1 模型的建立及变量说明 .....	30
3.2.2 假设 H2 模型的建立及变量说明 .....	31
3.2.3 假设 H3 模型的建立及变量说明 .....	32
3.3 本章小结 .....	33

<b>第五章</b>	<b>样本选择、实证研究结果与分析</b>	<b>34</b>
5.1	样本选择与分析	34
5.2	交叉上市与内部控制的描述性统计与实证结果	38
5.3	交叉上市与管理层变更的描述性统计与实证结果	41
5.4	交叉上市与盈余管理的描述性统计与实证结果	45
5.4.1	交叉上市与盈余平滑的实证结果	47
5.4.2	交叉上市与及时确认大额亏损的实证结果	49
5.5	稳健性检验	51
5.5.1	变量替换	51
5.5.2	分阶段回归	52
5.5.3	样本替换	54
5.5.4	极端值处理	54
5.6	本章小结	54
<b>第六章</b>	<b>主要贡献和不足</b>	<b>56</b>
<b>第七章</b>	<b>主要结论和现实启示</b>	<b>58</b>
	参考文献	60
	致谢	67

# Table of Contents

<b>Chapter I Introduction .....</b>	<b>1</b>
1.1 Research Background.....	1
1.2 Research Question and Implication .....	3
1.3 Research Content and Framework .....	4
1.4 Summary.....	7
<b>Chapter II Literature Review.....</b>	<b>8</b>
2.1 Literature on Bonding Hypothesis .....	8
2.2 Literature on Governance and Internal Control .....	11
2.3 Literature on Governance and Management Evaluation .....	14
2.4 Literature on Governance and Earnings Management .....	16
2.5 Summary.....	17
<b>Chapter III Bonding Mechanism of B and HK Security Market .</b>	<b>19</b>
3.1 Bonding Mechanism of Chinese B Share Security Market . . . . .	19
3.2 Bonding Mechanism of Hong Kong Security Market . . . . .	20
3.3 Summary . . . . .	21
<b>Chapter IV Research Design and Model Specification .....</b>	<b>23</b>
3.1 Hypothesis Development .....	23
3.1.1 Hypothesis 1: Cross-listing and Internal Control.....	23
3.1.2 Hypothesis 2: Cross-listing and Management Turnover .....	24
3.1.3 Hypothesis 3: Cross-listing and Earnings Management .....	25
3.2 Model Building and Variables Specification .....	27
3.2.1 Model and Variables for Hypothesis 1 .....	30
3.2.2 Model and Variables for Hypothesis 2 .....	31
3.2.3 Model and Variables for Hypothesis 3 .....	32
3.3 Summary.....	33

<b>Chapter V Sample Selection and Empirical Result</b> .....	<b>34</b>
<b>5.1 Sample Selection</b> .....	<b>34</b>
<b>5.2 Empirical Result for Cross-listing and Internal Control</b> .....	<b>38</b>
<b>5.3 Empirical Result for Cross-listing and Management Turnover</b> .....	<b>41</b>
<b>5.4 Empirical Result for Cross-listing and Earnings Management</b> .....	<b>45</b>
5.4.1 Empirical Result for Cross-listing and Earnings Smoothing .....	47
5.4.2 Empirical Result for Cross-listing and Timely Loss Recognition .....	49
<b>5.5 Robustness Test</b> .....	<b>51</b>
5.5.1 Change of Variable Measurement .....	51
5.5.2 Division of Sample Period .....	52
5.5.3 Sample Replacement.....	54
5.5.4 Winsorization.....	54
<b>5.6 Summary</b> .....	<b>54</b>
<b>Chapter VI Contributions and Limitations</b> .....	<b>56</b>
<b>Chapter VII Conclusion and Implication</b> .....	<b>58</b>
<b>References</b> .....	<b>60</b>
<b>Acknowledgement</b> .....	<b>67</b>

## 第一章 导论

本章从研究背景出发，阐明了本文的研究问题 and 研究意义，理清了本文的研究框架，概括了本文的研究发现和主要贡献。

### 1.1 研究背景

近几十年来，随着经济全球化的不断加深，国界的概念对公司越来越模糊，大量的公司选择了交叉上市的方式进行融资。早在上世纪 90 年代末，全球就有 4000 多家公司进行了交叉上市。中国公司的交叉上市起步较晚，但是发展迅速。1990 年底上海证券交易所和深圳证券交易所才成立，1992 年开始就有 18 家上市公司进行了 AB 类型的交叉上市<sup>①</sup>，截止 2010 年末，已有近 90 家公司实现了 AB 类型的交叉上市。境外方面，大部分中国上市公司选择了香港证券交易所作为交叉上市的主要场所。从 1993 年 7 月青岛啤酒由 H 股回归 A 股，成为首家 AH 境外交叉上市的公司后，AH 类型的交叉上市开始迅速发展。截止 2010 年末，已有近 70 家公司实现了 AH 类型的交叉上市。

与交叉上市发展得同样迅速的是与之相关的学术研究，早在上世纪 80 年代中期就涌现出一批关于交叉上市的研究。目前来看，关于交叉上市的研究主要分为事前和事后两方面。事前研究指的是动机研究：为什么公司要选择在两个或者多个交易所上市，而不是单纯海外上市呢？公司交叉上市的原因究竟是什么？事后研究主要指在动机研究的基础上分析交叉上市所带来的影响。对于交叉上市的动机，学术界提出了各种不同的理论观点，主要包括：

一、资本收益假说。交叉上市以后，公司可以获得更低的融资成本。一方面，根据多样化假说，公司通过交叉上市分散了风险；另一方面，根据 Stapleton and Subrahmanyam(1997)提出的市场分割假说，由于发展中国家存在信息壁垒、资本流动限制等因素，其所在国的投资者会因投资机会有限而对公司提出过高的期望回报率，公司可以通过交叉上市来降低市场分割带来的不利因素，从而降低投资

<sup>①</sup>交叉上市一般指跨境上市，双重上市指在两个交易所上市。AB 股和 AH 股的公司应是双重上市，许多学者为了方便起见，统一使用交叉上市，如 Sun et al.(2008)。因此，本文也统一使用交叉上市。

者预期回报率，提高股票价格。这两方面都可以给公司带来资本收益。

二、市场流动性假说。以买卖差价来衡量流动性，差价越大，投资者的预期回报率就越高，股票价格就越低。交叉上市以后，由于两个市场的交易流相互竞争，内幕交易者会购买更多的交叉上市公司的股票。于是，这些股票的市场交易量便得以提高，买卖差价降低，流动性提高，最终股票价格也会随之上升。

三、投资者基数假说和信息透明度假说。交叉上市的公司比在未交叉上市的公司更加容易扩大其投资者基数，因为交叉上市给公司带来了更多的潜在投资者。一个股票的投资者越多，市场对它所拥有的信息会更多，投资者的对它的估值也会更一致，这样就会降低投资者的预期回报，从而提高股票价格。

除此之外，还有更多的学者提出了诸如扩大产品市场、收购目标公司等其它假说。但是，在法律和监管更为严格的交易所交叉上市并不是没有成本的：公司要面对更为严格的法律法规和来自政府和交易所的监管；投资者对财务报告的内容和质量要求会更高；管理层要面对更多的关注和更加精明的分析师、审计师、机构投资者；上市费用也是一笔可观的数目。那么，交叉上市所获得的效益一定会大于这些成本吗？

针对这个问题，Coffee(1999)提出了绑定假说(Bonding Hypothesis, 也称作约束理论、约束假说、捆绑假说，本文统一使用绑定假说)，并引发了一系列关于绑定假说的研究。绑定假说认为，所在国投资者水平保护差的公司，可以通过在投资者保护水平更高的国家进行交叉上市，来提高公司自身的公司治理水平。Coffee 认为，即使交叉上市在其它方面的收益小于成本，一些公司也可能为了提高其公司治理水平而继续选择交叉上市。La Porta et al.(1997,2000)进一步将绑定假说和融资水平联系起来。他研究了来自 49 个国家的数据，发现在投资者保护水平越差的国家，公司会更多地受到诸如国家攫取之手、大股东侵占小股东利益等问题的困扰，因此这些公司的股权集中度会更高，公司治理水平会更低，其资本市场(包括股票市场和债券市场)的融资能力也变得更有限。作者指出这此国家的公司可以通过交叉上市来提高其公司治理水平，从而降低这些方面带来的不良影响，进而降低融资成本、提高融资能力。

很多实证研究都证明了绑定假说，如 Stulz(1999)、Doidge et al.(2004)、Wojcik et al.(2004)、Lel and Miller(2006)、Sun et al.(2006)、Charitou(2007)。在 2000 年



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库